



Van vriend naar vijand: Duitsland en de ECB

Mattias Vermeiren

Het monetair beleid van de ECB ligt steeds meer onder vuur bij het Duitse politieke establishment. Vooral de beslissing om massaal staatsobligaties op te kopen is voor veel Duitsers het bewijs dat de ECB zich steeds verder van de ordoliberaale monetaire beleidsprincipes van de Bundesbank heeft verwijderd. Deze ordoliberaale principes zijn verweven in het institutionele DNA van het Duitse kapitalistische model, waardoor het expansieve monetaire beleid van de ECB potentieel indruist tegen een aantal centrale belangen binnen dit model. Toch is het beleid van de ECB eerder een noodzakelijke reactie op de negatieve gevolgen van de dogmatische houding van de Duitse regering tijdens de eurocrisis. Het monetair beleid van ECB weerspiegelt dan ook de dilemma's waarmee Duitsland binnen de eurozone wordt geconfronteerd.

Eind mei beslisten de ministers van financiën van de eurozone samen met het IMF om Griekenland een nieuwe schijf van 10,3 miljard euro te lenen. Hoewel het IMF had gepleit voor een verregaande schuldherstructurering was Duitsland (samen met enkele andere noordelijk lidstaten, waaronder België) slechts bereid tot minimale toegevingen. Nochtans krijgen alle andere lidstaten van de eurozone een indirecte schuldverlichting via de maandelijkse aankopen van staatsobligaties door de ECB, wat de

rente op deze obligaties heeft verminderd.¹ Ook na het nieuwe akkoord blijven de Griekse staatsobligaties uitgesloten uit het programma van de ECB van 'kwantitatieve versoepeling'.

In maart 2016 besliste de ECB om dit programma verder uit te breiden, om de economische groei in de eurozone aan te zwengelen en de deflatie te bestrijden: de belasting op de reserves van banken werd verhoogd tot 0,4% en de maandelijkse aankopen van Europese financiële

activa (hoofdzakelijk staatsobligaties) werden verhoogd tot 80 miljard euro en verlengd tot minstens maart 2017. Deze expansieve maatregelen liggen onder vuur bij een groeiend aantal Duitse politici en beleidsmakers, die met lede ogen moeten zien hoe de ECB steeds meer afwijkt van het orthodoxe beleidsparadigma dat Duitsland in het Verdrag van Maastricht (1992) heeft willen opleggen. Het expansieve monetair beleid van de ECB lijkt dan ook de limieten aan te tonen van de Duitse macht in de eurozone. De Duitse regering heeft tijdens het beheer van de eurocrisis dan wel voldoende invloed gehad om erop toe zien dat de belangrijkste institutionele hervormingen de nationale preferenties en belangen van Duitsland weerspiegelden. Toch lijkt Duitsland de controle te hebben verloren over de monetaire beleidskoers van de ECB, die mogelijk zelfs indruist tegen een aantal van zijn belangrijke nationale materiële belangen. Waarom wordt de ECB in Duitsland zo sterk bekritiseerd? En hoe kunnen we deze paradox tussen de vermeende Duitse dominantie en het 'anti-Duitse' monetair beleid van de ECB verklaren?

In dit artikel zal ik argumenteren dat de preferentie voor een orthodox monetair beleid een van de belangrijkste pijlers is van het overheersende ordoliberal gedachtegoed in Duitsland. Dit gedachtegoed houdt nauw verband met de institutionele logica van het Duitse kapitalistische model en wordt geschaagd door dominante belangenconstellaties binnen dit model. De preferenties van de Duitse regering tijdens het beheer van de crisis en de onderhandelingen over de institutionele hervormingen van de eurozone zijn grotendeels gebaseerd op het ordoliberalisme en de achterliggende belangen. Hier ligt eveneens de verklaring voor het monetair beleid van de ECB: de dogmatische houding van de Duitse regering genereerde een aantal

negatieve neveneffecten die enkel via een anti-ordoliberaal monetair beleid konden worden getemperd. Het Duitse politieke establishment wordt dan ook geconfronteerd met een dilemma: ofwel aanvaardt men de anti-ordoliberales koers van de ECB als 'prijs' voor het verdedigen van de Duitse belangen in aantal kerndomeinen van de Europese monetaire integratie (zoals het beheer van de macro-economische onevenwichten en de bankenunie); ofwel riskeert men een re-escalatie van de eurocrisis en mogelijk een desintegratie van de unie.

MONETAIR BELEID IN HET DUITSE KAPITALISME

De preferentie voor een orthodox monetair beleid maakt inherent deel uit van het institutionele DNA van het Duitse kapitalisme. De politieke onafhankelijkheid van de Bundesbank om inflatie op een laag niveau stabiel te houden, was een centrale pijler in de Duitse *Ordnungspolitik*: prijsstabiliteit zou de kern worden van het *Wirtschaftswunder* en zou nauw aansluiten bij de andere institutionele pijlers van de 'sociale markteconomie'. Zo ontstond er een duidelijke complementariteit tussen het orthodoxe anti-inflatiebeleid van de Bundesbank en het concurrentievermogen van de Duitse exportgeoriënteerde bedrijven: vakbonden matigden hun looneisen tijdens onderhandelingen met de werkgevers om een verhoging van rentevoet en daarmee gepaard gaande werkloosheid te vermijden, waardoor de arbeidskost van deze bedrijven gemakkelijk onder controle kon worden gebracht. Een restrictief monetair beleid ondersteunde eveneens het strakke begrotingsbeleid van de Duitse regering, die op die manier loonmatiging van de vakbonden verder stimuleerde en bijdroeg tot de prijsstabiliteit. Lage inflatie was ook voordelig voor de Duitse spaarders, die zo konden genieten van hogere

reële rentevoeten. Dit was op zijn beurt bevorderlijk voor de Duitse spaarbanken (*Sparkassen*), die zo gemakkelijk spaargelden konden aantrekken om de investeringen van de competitieve en innovatieve kleine en middelgrote ondernemingen (*Mittelstand*) te financieren.

Deze belangen vormen de fundamenteën van de Duitse ordoliberalen 'stabiliteitscultuur' die door de grootste politieke partijen (zoals de CDU en de SPD) wordt onderschreven en het uitgangspunt vormde van de regering-Merkel tijdens het beheer van de eurocrisis.² Het verklaart de halsstarrige onwil van de Duitse regering om meer expansieve begrotingsmaatregelen te nemen om het hoge handelsoverschot te verminderen en zo de economische

regering-Schröder en de eruit voortvloeiende daling in arbeidskost. De zuidelijke lidstaten moe(s)ten dan ook gelijkaardige maatregelen treffen en de tering naar de nering zetten om wanbetaling op hun internationale schulden te vermijden, wat essentieel was voor Duitse banken (die hoge sommen geld hadden geleend) en nog steeds is voor de Duitse belastingbetaler. Tot slot moest het anti-inflatiebeleid van de ECB en haar terughoudendheid om staatsobligaties op te kopen voldoende druk blijven zetten op de zuidelijke landen om deze bezuinigingen en hervormingen ook effectief door te voeren.

Om die laatste reden hechtten Duitse politici en beleidsmakers zoveel belang aan enkele Europese verdragsregels die volgens hen het opkopen

Volgens Duitse politici kan het exportsucces van Duitse bedrijven immers in grote mate worden herleid tot de gedeeltelijke flexibilisering van de arbeidsmarkt (Hartz-hervormingen) onder de regering-Schröder en de eruit voortvloeiende daling in arbeidskost. De zuidelijke lidstaten moe(s)ten dan ook gelijkaardige maatregelen treffen.

groei in de eurozone en de zuidelijke lidstaten te ondersteunen: zulke maatregelen zouden eventueel excessieve loongroei aanwakkeren en de competitiviteit van Duitse exportbedrijven ondermijnen. De budgettaire soberheid van de Duitse regering verduidelijkt ook waarom de Duitse beleidswereld zo sterk de nadruk legt op bezuinigingen en arbeidsmarkthervormingen in de zuidelijke eurolanden, die op die manier de concurrentiekracht van hun bedrijven dienen te herstellen en via een exportgeleide groei hun internationale schulden moeten afbetalen. Volgens Duitse politici kan het exportsucces van Duitse bedrijven immers in grote mate worden herleid tot de gedeeltelijke flexibilisering van de arbeidsmarkt (Hartz-hervormingen) onder de

van staatsobligaties door de ECB verbieden: artikel 125 van het Verdrag van Maastricht maakt het financieel redden van insolvente lidstaten ontoelaatbaar, terwijl artikel 123 monetaire financiering van begrotingstekorten wettelijk uitsluit. Het probleem was dat de inperking van de discretionaire bevoegdheid van de ECB op basis van een te dogmatische interpretatie van deze verdragsregels de eurocrisis op verschillende momenten dreigde te doen escaleren.

In het volgende deel zal ik argumenteren dat deze periodieke escalatie in de hand werd gewerkt door het hardnekkig verdedigen van de ordoliberalen principes en nationale belangen door de Duitse regering, waardoor de ECB zich

verplicht voelde deze regels ruimer te interpreteren en van start te gaan met 'kwantitatieve versoepeling'.

DE ECB EN HET DUITSE CRISIS- EN HERSTELBELEID

Van mei 2010 tot de zomer van 2012 slaagden de Europese leiders en lidstaten er niet de markten voor Europese staatsobligaties te stabiliseren, ondanks de oprichting van het Europees Financieel Stabiliteitsfonds (EFSF) om landen in financiële nood bij te staan en het doorvoeren van enkele institutionele hervormingen zoals de 'Six Pack'. Deze institutionele vernieuwingen konden niet verhinderen dat de rentes op de staatsobligaties van de perifere lidstaten de pan bleven uitrijzen. Sinds het uitbreken van de Griekse crisis in 2010 begonnen beleggers en banken zich vragen te stellen over de terugbetalingscapaciteit van de zuidelijke eurolanden,

een significante schuldenherschikking; (3) de ECB kon optreden als 'lender of last resort' en de staatsobligaties van de crisislanden opkopen van private beleggers en banken op de secundaire markten. Aangezien de tweede en derde optie indruisten tegen de ordoliberalen principes en materiële belangen van Duitsland en de andere noordelijke lidstaten, werd volop ingezet op de eerste strategie. Strengere bezuinigingen en arbeidsmarktflexibilisering behoorden dan ook tot de kernvoorwaarden van de hulpverleningen van het EFSF. Maar meer in het algemeen werden alle landen met handelstekorten via de nieuwe Macro-Economische Onevenwichtsprocedure aangezet hun competitiviteit te verbeteren op basis van interne devaluaties.

Het was echter voor iedereen duidelijk - behalve voor de Europese instellingen en voor de noordelijke eurolanden - dat de zuidelijke landen nooit op een realistische manier zich uit het

De Duitse aversie ten aanzien van een intern revaluatiebeleid heeft de zuidelijke eurolanden verplicht hun concurrentiekracht te herstellen op basis van loon- en prijsdalingen. Hierdoor zijn deze landen beland in een deflatoire spiraal die de terugbetaling van hun schulden bemoeilijkt.

die als gevolg van aanhoudende handelstekorten een enorme internationale schuldenberg hadden opgestapeld.

Er waren immers slechts drie mogelijkheden om het schuldenprobleem van deze landen op te lossen: (1) deze landen moesten op basis van een 'interne devaluatie' hun concurrentiekracht herstellen en via een exportgeleide groei voldoende financiële middelen genereren om deze schulden af te betalen; (2) de schuldenberg van deze landen kon worden verlicht via

financiële moeras konden exporteren zonder compenserende expansieve begrotingsmaatregelen en bijhorende 'interne revaluaties' in Duitsland en de noordelijke landen. Ten eerste zou, als gevolg van deze asymmetrische verdeling van de aanpassingslast tussen deficit- en surpluslanden, de binnenlandse vraag in de eurozone zodanig verzwakken dat de totale handelsbalans van de regio zou evolueren naar een hoog surplus. Een handelsoverschot legt weliswaar normaal gezien een opwaartse druk op de wisselkoers van de euro, wat vooral nade-

lig is voor bedrijven uit de zuidelijke lidstaten (vanwege hun specialisatie in de productie van prijselastische goederen). Met andere woorden, de onwil van de noordelijke lidstaten om via expansieve maatregelen hun handelsoverschotten te reduceren maakte het moeilijk voor de zuidelijke lidstaten om hun concurrentiekracht ten aanzien van de rest van de wereld te herstellen. Ten tweede heeft de Duitse aversie ten aanzien van een intern revaluatiebeleid de zuidelijke eurolanden verplicht hun concurrentiekracht te herstellen op basis van loon- en prijsdalingen. Hierdoor zijn deze landen beland in een deflatoire spiraal die de terugbetaling van hun schulden bemoeilijkt. De asymmetrische verdeling van de aanpassinglast is dan ook een van de belangrijkste oorzaken van de huidige deflatiedruk in de eurozone.³

Telkens de eurocrisis als gevolg van deze negatieve neveneffecten dreigde te escaleren, werd de ECB gedwongen niet-conventionele stimuleringsmaatregelen te nemen. In december 2011 en februari 2012 lanceerde de ECB twee 'langetermijnherfinancieringsoperaties', waarbij private Europese banken aan een lage rentevoet (1%) voor meer dan 1.000 miljard euro geld konden lenen van de centrale bank (met een afbetalingstermijn van drie jaar). Deze liquiditeitsinjecties werden sterk bekritiseerd door Duitse monetaire beleidsmakers en waren een van de redenen waarom Axel Weber (toenmalig voorzitter van de Bundesbank) en Jürgen Stark (hoofdeconoom en bestuurslid van de ECB) ontslag namen. De vrees was dat deze goedkope leningen van de ECB voornamelijk zouden dienen om insolvable banken uit de zuidelijke lidstaten te ondersteunen en te behoeden van een faillissement. Het waren inderdaad hoofdzakelijk zuidelijke banken die gebruik maakten van de geldinjectie: zij leenden voor meer dan 700 miljard euro en investeerden dit geld voor-

namelijk in de staatsobligaties van hun overheid met de hoop hieruit een mooie winst te halen.⁴ Bijgevolg maakten deze liquiditeitsprogramma's van de ECB de balans van deze banken nog meer kwetsbaar ten aanzien van prijsdalingen in de obligatiemarkten en van wanbetaling door hun overheid. Wanneer in de eerste helft van 2012 de rentevoeten op de Spaanse en Italiaanse staatsobligaties gevaarlijke hoogtes hadden bereikt, gingen de Europese leiders daarom van start met de onderhandelingen over de bankenunie. De redenering was dat enkel een bankenunie deze problematische verwevenheid tussen private banken en hun publieke overheden in de zuidelijke lidstaten zou kunnen doorbreken, onder meer door te voorzien in een gezamenlijk Europees Resolutiefonds. Het werd echter snel duidelijk dat Duitsland en enkele andere noordelijke lidstaten niet van plan waren dit fonds sterk te spijzen met eigen belastingsgeld, wat nochtans een van de voorwaarden was van een succesvolle bankenunie.

Uiteindelijk kon de crisis op de markten voor Europese staatsobligaties enkel worden bezworen door de ECB, die in september 2012 haar programma van '*outright monetary transactions*' (OMT) aankondigde: voortaan zouden eurolanden in een financieel hulpprogramma bij het Europees Stabiliteitsmechanisme (de institutionele opvolger van het EFSF) kunnen rekenen op de steun van de ECB, die een ongelimiteerde hoeveelheid staatsobligaties zou kopen om hun rentevoeten naar een aanvaardbaar niveau te brengen. De OMT-aankondiging was bijzonder bevorderlijk voor de stabilisatie van de staatsobligatiemarkten: beleggers zagen in deze beslissing van de ECB eindelijk de bereidheid op te treden als *lender-of-last-resort* voor nationale overheden (zoals normale centrale banken) en begonnen weer te investeren in de staatsobligaties van de perifere lidstaten. Des-

alniettemin bleef het OMT-programma enkel bij een principiële bereidheid en werden geen staatsobligaties ook effectief opgekocht. Van een monetaire stimulatie op basis van kwantitatieve versoepeling was dan ook geen sprake. Enkel door de toenemende deflatiedruk in de loop van 2013 en 2014 besliste de ECB om bankreserves te beginnen belasten en van start te gaan met het maandelijkse aankopen van staatsobligaties. Hoewel de ECB deze maatregelen legitimeerde vanuit haar mandaat om de inflatie in de eurozone onder maar dichtbij de 2 procent te houden, vreest men in Duitsland voor de negatieve effecten op de Duitse economie.

DUITSE KRITIEK OP HET ECB-BE-LEID

Duitse monetaire beleidsmakers waren fel gekant tegen de OMT-aankondiging en het aankoopprogramma van de ECB. Het is een publiek geheim dat Jens Weidman, voorzitter van de Bundesbank, tegen deze maatregelen heeft gestemd. Welke argumenten gebruikt men hiervoor? En waarom krijgen deze argumenten zoveel aanhang in Duitsland?

In het begin was de Duitse kritiek tegen de aankopen van staatsobligaties hoofdzakelijk juridisch en normatief van aard: volgens veel Duitse politici en beleidsmakers zijn zulke aankopen in strijd met het Verdrag van Maastricht en zullen ze de druk verlichten op de zuidelijke lidstaten om 'structurele hervormingen' door te voeren. Een groep van Duitse politici diende een motie in bij het Federaal Grondwettelijk Hof om de legaliteit van de OMT-beslissing te onderzoeken. Het Hof kwam in 2014 daarbij tot de conclusie dat deze beslissing indruist tegen zowel Artikel 123 (verbod op monetaire financiering) als Artikel 125 (verbod op overname van publieke schulden van lidstaten). De belofte

van de ECB om 'ongelimiteerd' staatsobligaties op te kopen kon volgens het Hof enkel worden gerealiseerd wanneer men ook op de primaire markt (dus onmiddellijk bij de uitgifte door de overheid) deze obligaties zou aankopen. Bovendien riskeert de ECB verliezen te lijden op de aankoop van deze staatsobligaties. Hierdoor zouden de lidstaten (en vooral Duitsland als belangrijkste aandeelhouder) het kapitaal van de ECB via belastingsgeld moeten aanzuiveren, wat zou neerkomen op een collectivisatie van publieke schulden.

Ondanks deze aantijgingen delegeerde het Federaal Grondwettelijk Hof de ultieme beslissing over de wettelijkheid van OMT naar het Europees Hof van Justitie (EHJ). Toen de advocaat-generaal van het EHJ in januari 2015 besliste dat de OMT wel degelijk in overeenstemming kunnen worden gebracht met de Europese verdragen, werden de laatste juridische obstakels voor een programma van kwantitatieve versoepeling voor eens en voor altijd verwijderd. De bekendmaking van het programma op 22 januari 2015 toonde weliswaar aan dat de ECB zoveel mogelijk heeft rekening willen houden met de Duitse vrees dat de aankopen van staatsobligaties konden leiden tot een indirecte collectivisatie van publieke schulden: de ECB besliste dat minstens 80% van deze aankopen moesten gebeuren door de nationale centrale banken, die bij eventuele verliezen moeten worden geherkapitaliseerd door hun nationale overheid. Bovendien zouden de aankopen verlopen volgens het aandeel van deze nationale centrale banken in het kapitaal van de ECB. Aangezien de Bundesbank met 18% de grootste aandeelhouder is van de ECB, bestaan de meeste aankopen uit Duitse staatsobligaties. Volgens veel economen belemmeren deze modaliteiten de effectiviteit van het stimuleringsprogramma.⁵

Ondanks deze voorwaarden blijven veel Duitse politici van uiteenlopende ideologische en politieke strekkingen zich weren tegen de maatregelen van de ECB. Dit doet vermoeden dat er belangrijke materiële belangen schuilen achter hun juridische en normatieve bezwaren. De meest gehoorde aantijging is dat de expansieve maatregelen van de ECB de rentevoeten op

lende winstmarges.⁶ Hoewel de ECB erop wijst dat de negatieve gevolgen van haar monetair beleid op de winstmarges van banken worden gecompenseerd door hun lagere financieringskosten en de prijsstijgingen van financiële activa, houdt men volgens Duitse beleidsmakers te weinig rekening met deze specialisatie van de Duitse spaarbanken. Dat kan ook negatieve

Duitse politici wijzen op de negatieve impact van het monetair beleid op de stabiliteit en winstgevendheid van de Duitse financiële sector. Duitse spaarbanken worden volgens hen benadeeld omwille van hun specifieke businessmodel: aangezien deze kleinere banken zich hoofdzakelijk financieren via spaartegoeden en geld lenen aan bedrijven, krijgen zij door de maatregelen van de ECB te kampen met dalende winstmarges.

spaarrekeningen hebben uitgehold. Duitsers staan bekend om hun schulden-avers en conservatief spaargedrag, waarbij hun spaargeld op bankrekeningen en bij pensioen- en verzekeringsfondsen wordt geplaatst. Hierdoor leeft de algemene perceptie dat het monetair beleid van de ECB inkomen herverdeelt van Duitse spaarders naar spilzieke debiteurs uit de zuidelijke lidstaten. Dat de reële rentevoeten op Duitse spaarrekening tussen 2012 en 2014 negatief waren en door de lagere inflatie sindsdien stegen, doet hier weinig afbreuk aan.

Daarnaast wijzen Duitse politici op de negatieve impact van het monetair beleid op de stabiliteit en winstgevendheid van de Duitse financiële sector. Duitse spaarbanken worden volgens hen benadeeld omwille van hun specifieke businessmodel: aangezien deze kleinere banken zich hoofdzakelijk financieren via spaartegoeden en geld lenen aan bedrijven, krijgen zij door de maatregelen van de ECB te kampen met da-

implicaties hebben voor de kredietverlening aan de Mittelstand-bedrijven, die zich hoofdzakelijk via deze spaarbanken financieren. Ook de pensioens- en verzekeringsfondsen, die een vast rendement moeten garanderen, komen volgens Duitse politici door de negatieve reële rentevoeten in de problemen.

Nog een andere kwestie is de impact van het expansieve monetaire beleid van de ECB op de Duitse loononderhandelingen. In het Duitse kapitalistische model wordt de loonmatiging van de vakbonden traditioneel in de hand gewerkt door een conservatief monetair beleid. Door de krapte op de arbeidsmarkt en de monetaire versoepeling worden de Duitse vakbonden de laatste jaren meer assertief in hun looneisen. In 2014 kregen de vakbonden zelfs de steun van Jens Weidman, voorzitter van de Bundesbank, die pleitte voor loonstijgingen van minstens 3% om de inflatie in Duitsland te verhogen (wellicht met de ijdele hoop dat de ECB zo

niet van start had moeten gaan met de kwantitatieve versoepeling). Vooralsnog hebben de loonstijgingen de concurrentiekracht van de Duitse bedrijven in de exportgeoriënteerde sectoren niet fundamenteel aangetast. Als dit in de nabije toekomst wel zou gebeuren, kan de ECB nog meer kritiek verwachten. Nochtans is het aanwakken van inflatie in Duitsland en de andere noordelijke lidstaten de doelstelling van haar beleid.

BESLUIT

Hoewel de koers van de ECB steeds meer afwijkt van de ordoliberalen principes en materiële belangen van Duitsland, zijn de kritieken op haar monetair beleid onterecht. Zowel de OMT-aankondiging als het programma van kwantitatieve versoepeling waren noodzakelijk om de negatieve effecten van het Duitse crisis- en herstelbeleid op te vangen en de euro als monetair integratie-

project opnieuw meer leefbaar te maken. Als het Duitse politieke establishment wil verhinderen dat de ECB nog meer expansieve maatregelen moet nemen en erop wil toezien dat de rentevoeten opnieuw kunnen stijgen, moet men dringend werk maken van het ondersteunen van de binnenlandse vraag. Inflatie in de eurozone zal wellicht te laag blijven zolang de Duitse regering weigert om expansieve begrotingsmaatregelen te nemen en strenge besparingen blijft eisen van de andere lidstaten. Een anti-ordoliberaal monetair beleid is dan ook de prijs die Duitsland moet betalen voor de asymmetrische verdeling van de aanpassingslasten tussen de deficit- en surpluslanden in de regio. De aanstelling van een Duitser als gouverneur van de ECB, zoals steeds meer conservatieve politici bepleiten, wordt misschien de laatste uitweg om opnieuw controle te krijgen over het Europese monetair beleid. Het valt echter te betwijfelen of de euro een Duitse ECB-gouverneur zou kunnen overleven.

Mattias Vermeiren

Assistent professor Politieke Economie, UGent

Noten

- 1/ De Grauwe P. (2016) 'The ECB Grants Debt Relief To All Eurozone Nations Except Greece', *Social Europe*, 19 mei.
- 2/ Howarth D. & Rommerskirchen C. (2013) 'A Panacea for all Times? The German Stability Culture as Strategic Political Resource'. *West European Politics*, Vol. 36, No. 4, pp. 750-770.
- 3/ Steinberg F. & Vermeiren M. (2016) 'Germany's Institutional Power and the EMU Regime After the Crisis: Towards a Germanized Euro Area', *Journal of Common Market Studies*, Vol. 52, No. 2, pp. 388-407.
- 4/ Acharya V. & Steffen S. (2013) 'The 'Greatest' Carry Trade Ever? Understanding Eurozone Bank Risks'. NBER Working Paper No. 19039.
- 5/ Armstrong A., Caselli F., Chadha J. & den Haan W. (2015) 'Risk-sharing and the Effectiveness of the ECB's Quantitative Easing Programme', VoXEU.org, 23 Oktober.
- 6/ Busch R. & Memmel C. (2015) 'Banks' Net interest Margin and the Level of Interest Rates', Deutsche Bundesbank Discussion Paper No. 16/2015.